

Л. М. Гительман, проф., канд. экон. наук  
Уральский государственный технический  
университет – УПИ, г. Екатеринбург,  
О.В. Гуляева, зам. нач. Департамента  
стратегического развития,  
ЗАО «КЭС», г. Пермь

## **РЕАЛИЗАЦИЯ КОНЦЕПЦИИ РОСТА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА В РАЗВИТИИ ЭНЕРГЕТИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ**

Бизнес во вновь созданных в процессе реформирования энергетики компаниях только зарождается. Но и на этой стадии должна реализовываться базовая парадигма управления им – наращивание рыночной стоимости акционерного капитала. Приводятся методологические основы по выявлению факторов стоимости энергогенерирующей компании и управлению ими на основе использования показателя экономической добавленной стоимости (EVA). Методология апробирована на примере ОАО «Территориальная генерирующая компания №9» (ТГК-9).

В современном бизнесе одной из наиболее широко используемых концепций развития является принцип максимизации рыночной стоимости компании. В соответствии с этим принципом бизнес создается и управляется в целях максимизации рыночной стоимости акционерной компании (или ее капитализации).

Опыт развитых стран показывает, что, если в качестве главного критерия управления используется максимизация рыночной стоимости, вся работа менеджмента направлена на обеспечение долгосрочного и устойчивого процветания компании, а акционеры в этом случае получают соответствующие выгоды. Однако в последние годы ориентация менеджмента на рост капитализации компании привела к ряду негативных результатов. Так, менеджеры некоторых компаний в США для увеличения капитализации воспользовались возможностью введения в заблуждение инвесторов, предоставляя им неправдивую финансовую документацию. Помощниками им в этом стали аудиторские фирмы. В результате появилось соответствующее законодательство, а в компаниях

были созданы подразделения внутрикорпоративного контроля и аудита. В настоящее время концепция стоимости по-прежнему используется экономическим сообществом в качестве базовой парадигмы развития бизнеса.

Между тем мировой финансовый кризис, разразившийся осенью 2008 года, показал, что капитализация любой компании может значительно снижаться, коррелируя с общерыночными тенденциями. Такого рода кризисные ситуации возникают периодически, что связано с циклическим развитием рыночной экономики. Наибольшей величины падения рыночные индексы достигают в результате наложения нескольких ниспадающих волн. Мировой кризис проявился и на российских фондовых рынках. Наблюдается высокая волатильность цен акций во всех отраслях. Для российской энергетики ситуация усугубляется тем, что продолжается процесс ее реформирования и во вновь созданных компаниях только начинают формироваться условия для наращивания их рыночной стоимости.

Следует отметить то, что происходит одновременное развитие как новых энергетических компаний, так и самого рынка энергии. Это, с одной стороны, усиливает неопределенность для развития бизнеса, так как правила и ситуация на рынке только формируются. С другой стороны, это повышает его возможности занять «свободные» места на «новом» рынке и значительно увеличить первоначальную стоимость бизнеса.

Ориентированность на рост рыночной стоимости – стратегия поведения бизнеса, принятая в большинстве мировых корпораций. Причем эта стратегия должна реализовываться на любом этапе его жизненного цикла.

В начале 90-х годов прошлого века в США широкое распространение получил метод менеджмента, который на русский язык можно перевести как управление стоимостью компании (*Value Based Management*, далее VBM). В этом методе стратегические и оперативные управленческие решения направлены на максимизацию стоимости компании – комплексного показателя, оценивающего все ее инициативы и достижения. Концепция VBM базируется на следующих принципах:

- наиболее приемлемый показатель, позволяющий адекватно оценить деятельность компании – это поток денежных средств, генерируемый компанией;
- капитальные вложения должны осуществляться только при условии, что они создают новую (добавленную) стоимость компании. При этом стоимость увеличивается только тогда, когда рентабельность этих вложений выше затрат на привлечение капитала;
- в изменяющихся условиях окружающей экономической среды сочетание активов компании (ее инвестиционный портфель) также

формируется в целях обеспечения максимального роста стоимости компании.

Менеджмент должен понимать, что компания находится в постоянной конкурентной борьбе за капитал инвесторов. Если не обеспечивается приемлемый для инвесторов рост стоимости акционерного капитала, то компания лишается этого ресурса. Известно, что большая часть стоимости компании зависит от роста ее бизнеса.

Под *ростом бизнеса* понимается в первую очередь увеличение объема продаж, его расширение за счет открытия или покупки новых подразделений.

Определим понятие «развитие бизнеса». В интересующем нас аспекте бизнес – это вложение средств в целях получения прибыли в краткосрочном периоде и долгосрочных доходов, которые и создают его стоимость. Следовательно, должен появиться собственник, который за счет инвестиций создаст новую компанию либо приобретет долю в существующем бизнесе. Управляя бизнесом, предприниматель стремится принимать стратегические решения, нацеленные на рост его стоимости. Однако стратегические решения различаются на разных стадиях жизненного цикла компании.

Если обобщить мнения разных авторов, то жизненный цикл состоит из следующих фаз:

- 1) возникновение и становление;
- 2) рост;
- 3) стабилизация;
- 4) кризис – умирание либо переход в новое качество.

На стадии кризиса рыночная стоимость компании начинает снижаться. Принципиальной представляется «вилка», которая возникает на четвертой фазе. Если компания работает успешно, то происходит переход в новое качество (укрупнение бизнеса различными спосо-

бами), если деятельность unsuccessful, то происходит переход в фазу отмирания. Жизненный цикл можно разбить на большее количество фаз.<sup>1</sup> В этом случае появляется возможность более быстрого и эффективного реагирования на негативные тенденции развития.

Возможности развития в организационном плане предоставляют-ся самые разнообразные: слияния и поглощения компаний, создание финансово-монополистических и финансово-промышленных групп. В результате появляется новая структура, отличная от предыдущей. Она может быть как более высокой иерархией (увеличивается количество «этажей» управления и соответственно затрат на координацию), так и более плоской (создание финансово-промышленных групп, переход к сетевым структурам).

Следует отметить, что кризисная стадия не является необратимой. Это связано в первую очередь с тем, что в данной фазе имеется организационный прием (организационная технология), спасающий бизнес от банкротства и гибели. Речь идет о реструктуризации компаний, оказавшихся в кризисном состоянии. В результате сильных и направленных действий они могут пережить кризис и остаться в качестве реальных экономических субъектов, но достигается это большой ценой (уменьшение размеров бизнеса, болезненная структурная перестройка, сокращение персонала, жесткая экономия на управленческих расходах, возможна и частичная потеря самостоятельности). Даже успешная реструктуризация на начальном этапе может снизить стоимость бизнеса. Если реструктуризация потерпит неудачу, то уже ничто не может

его спасти и компания прекращает свое существование, по крайней мере в качестве самостоятельного участника рынка. В случае успешной реструктуризации начинается новая фаза жизненного цикла, рост и расширение бизнеса. Стоимость бизнеса потенциально опять будет наращиваться до следующего кризиса. Можно говорить о потенциале развития, который количественно целесообразно определять по приросту стоимости компании.

Итак, под *развитием компании* будем понимать рост ее бизнеса, позволяющий наращивать рыночную стоимость акционерного капитала на всех фазах ее жизненного цикла.

В настоящее время созданные в процессе реформирования отрасли энергокомпании находятся в стадии возникновения и становления. Первоочередные задачи, которые сегодня стоят перед ними – это построение эффективной структуры управления, формирование новых взаимоотношений с другими субъектами рынка. И на этом этапе жизненного цикла должна реализовываться главная стратегическая цель бизнеса – рост его рыночной стоимости.

Специфика современного этапа развития энергетики заключается в том, что требуется создание и отработка управленческого инструментария на основе концепции роста стоимости бизнеса для всех без исключения вновь созданных компаний.

Сосредоточимся на ключевых вопросах роста стоимости бизнеса во вновь созданных энергетических компаниях. На наш взгляд, важнейшими из них являются следующие:

- каким образом будет меняться организационная структура компаний, появляющихся в результате слияний и поглощений, диверсификации или новых разделений субъектов отрасли;

<sup>1</sup> Адизес И. Управление жизненным циклом корпорации. Пер. с англ. / Под науч. ред. А. Г. Сеферяна. СПб.: Питер, 2007. 384 с.

- насколько регулятор (государство) будет способствовать (или мешать) наращиванию рыночной стоимости компании;
- как выявить факторы, позволяющие управлять стоимостью энергетического бизнеса на разных этапах жизненного цикла;
- как создать систему управления компанией, нацеленную на рост стоимости бизнеса.

В настоящее время, несмотря на то, что произошло разделение субъектов энергетической отрасли на монопольные и конкурентные виды деятельности, нельзя утверждать, что эта структура является окончательной. Вероятно, что будут возникать новые образования до тех пор, пока не определятся «правила игры» с собственностью, которая имеет не только частную, но и ярко выраженную социальную принадлежность. Любая новая реструктуризация собственности в условиях отсутствия ясности перспектив двуединного ее развития не приведет к динамичному росту стоимости бизнеса.

Не способствуют росту стоимости бизнеса медленно и плохо выполняемые государственные решения по привлечению инвестиций в отрасль. Так, до сих пор неясно, каким образом будет работать механизм гарантирования инвестиций для частных инвесторов. Между тем для менеджеров и в такой ситуации важно иметь представление о факторах стоимости, управляя которыми они смогут ее наращивать.

*Фактор стоимости* – это любая переменная, влияющая на стоимость компании.

Факторы стоимости можно разделить на две группы: внешние факторы (не подлежащие воздействию со стороны менеджмента) и внутренние (подвластные менеджменту). Невозможность воздействия на внешние

факторы не означает, что менеджеры не могут предвидеть их изменение и минимизировать негативные последствия либо максимизировать выгоды. Задача менеджмента в том и состоит, чтобы «защититься» от колебания внешних факторов как можно в большей степени. Так, говоря об управлении стоимостью, следует учитывать, что речь идет об управлении системой факторов стоимости. На стоимость энергетической компании влияет множество факторов, начиная от объема выручки, генерируемой компанией, и заканчивая такими трудно измеримыми факторами, как уровень корпоративной культуры или эффективность IR-мероприятий (мероприятий по связям с инвесторами).

Стратегические инвесторы, ориентированные на рост стоимости компании в долгосрочной перспективе, могут установить те факторы и показатели, которыми менеджеры должны управлять для ее наращивания. Именно таким образом поступили акционеры в ОАО «Территориальная генерирующая компания №9» (ТГК-9). На основе заданных ими стратегических установок построена модель для управления потенциалом развития компании.

Факторы стоимости ТГК-9 разбиты на три основные группы и затем, в рамках каждой из групп декомпозированы на второй уровень.

Первая группа факторов – факторы доходов  $\{FV_{\text{доходы}}\}$ , где  $\{FV_{\text{доходы}}\}$  – множество факторов доходов. Укрупненные факторы доходов – это установленная и рабочая мощность, полезный отпуск, рентабельность продукции и собираемость платежей. Каждый из этих факторов разложен на факторы второго уровня, которые в дальнейшем используются в модели для расчета потенциала развития бизнеса.

Вторая группа факторов – факторы расходов  $\{FV_{\text{расходы}}\}$ , где  $\{FV_{\text{расходы}}\}$  – мно-

жество факторов расходов. Выделено четыре наименования укрупненных факторов расходов – затраты на топливо, условно-постоянные затраты, затраты на поддержание и, отдельно, избыточный резерв мощности.

Третья группа – факторы капитала  $\{FV_{\text{капитал}}\}$ , где  $\{FV_{\text{капитал}}\}$  - множество факторов капитала, состоящее из двух укрупненных показателей – средневзвешенная цена капитала (WACC) и размер капитала компании (валюта баланса). Средневзвешенная цена капитала разложена на три составляющих – ожидаемая собственником доходность собственного капитала, процентная ставка по кредитам и структура капитала (соотношение собственного и заемного капитала). Управление факторами капитала позволит оптимизировать затраты на капитал в компании.

Как указывалось выше, стоимость компании возрастает при росте генерируемых ею в долгосрочной перспективе денежных потоков. В текущей деятельности признаком наращивания рыночной стоимости является увеличение показателя экономической добавленной стоимости (*Economic Value Added* – EVA). Показатель EVA рассчитывается как разница между чистой операционной прибылью после налогообложения (*net operating profit after taxes* – NOPAT) и затратами на привлечение капитала как собственного, так и заемного. Если EVA положительна, то бизнес «создает стоимость», и его рыночная оценка растет. Если EVA отрицательна, то рыночная стоимость компании должна падать. Менеджмент компании обязан заботиться о том, чтобы кредиторы и акционеры получали прибыль, на которую они рассчитывают, и после этого у компании оставались средства от прибыли для развития.

Традиционно показатель EVA используется больше для оценки эф-

фективности управления компанией, чем для оценки бизнеса. Он понятен операционным менеджерам: расчет EVA начинается с операционной прибыли, из которой вычитаются расходы на привлекаемый капитал. Эти расходы можно оценить как для компании в целом, так и для ее бизнес-единиц.

Расчет EVA позволяет определить, какие подразделения компании дают положительный, а какие отрицательный вклад в стоимость компании.

В рамках управления стоимостью компании EVA используется при:

- формировании капитального бюджета (инвестиционного портфеля компании);
- оценке эффективности деятельности подразделений или компании в целом;
- разработке оптимальной и справедливой системы премирования менеджмента.

Чтобы понять, какие направления бизнеса создают экономическую прибыль, а какие нет, при постановке системы управления, основанной на показателе EVA, компания разделяется на бизнес-единицы. Их деятельность оценивается исходя из значения EVA. Для выделения бизнес-единиц проще всего ориентироваться на существующую в компании систему бюджетирования: добавленную стоимость можно определять по центрам финансовой ответственности (ЦФО), для которых составляется бюджет, вычисляются ключевые показатели деятельности, готовится отчетность. В качестве ЦФО могут выступать бизнес-подразделения: бизнес-дивизионы, филиалы, дочерние предприятия. EVA целесообразно рассчитывать для разных уровней управления. Например, компания может оценивать экономическую прибыль отдельного филиала, региона и компании в целом.

При расчете показателя EVA для структурного подразделения (или для конкретного проекта) необходимо не только определить используемые им доли активов, но и корректно рассчитать себестоимость. Ее формируют прямые и косвенные затраты, связанные с конкретным объектом учета (структурным подразделением, продуктом или направлением бизнеса). Причем прямые затраты учесть достаточно просто, а с расчетом косвенных расходов могут возникнуть определенные трудности. Как правило, они вызваны методикой распределения накладных расходов по центрам ответственности.

При разработке стратегии всегда определяются приоритеты компании на данной фазе жизненного цикла и на данном этапе ее развития. С точки зрения концепции EVA эти приоритеты выражаются в определении допустимых границ данного показателя. При принятии стратегии роста значение EVA в течение определенного периода может быть отрицательным, однако при этом нельзя допускать потери стабильности бизнеса. Экономическая прибыль, равная нулю, в этом смысле является ставкой, уравновешивающей интересы акционеров и уровень инвестиций.

Таким образом, EVA:

- является инструментом для измерения «избыточной» стоимости, созданной инвестициями в краткосрочном периоде управления;
- выступает индикатором качества управленческих решений: постоянная положительная величина этого показателя свидетельствует об увеличении стоимости компании, отрицательная — о снижении;

- базируется на стоимости привлечения капитала, как средневзвешенной цене различных видов финансовых инструментов, используемых для финансирования инвестиций;
- позволяет определять стоимость компании, а также оценивать эффективность отдельных подразделений компании или имущественных комплексов.

Использование показателя EVA на российских предприятиях очень перспективно. Западные компании часто применяют этот показатель, чтобы нацелить менеджеров на увеличение стоимости компании. На наш взгляд, при определении потенциала развития компании с распределенной структурой подразделений и множеством направлений для инвестиций целесообразно использовать EVA, так как этот показатель позволяет учитывать как прибыльность различных направлений деятельности, так и затраты на вложенный капитал.

Изложенные положения используются для создания методических основ управления стоимостью бизнеса для энергогенерирующих компаний. В рамках этой методологии:

- сформулирована логическая модель управления потенциалом развития энергогенерирующей компании на базе оценки ее стоимости;
- разработана расчетная модель определения стоимости отдельных бизнес-единиц и компании в целом, основанная на методе экономической добавленной стоимости и позволяющая принимать

обоснованные инвестиционные решения;

- построена система факторов стоимости энергогенерирующей компании и выявлены мероприятия (драйверы), позволяющие наращивать рыночную стоимость бизнеса.

Методика апробирована на примере одного из энергоузлов, входящих в ОАО

«Территориальная генерирующая компания №9» (ТГК-9).

Практическая ценность созданной методологии заключается в том, что она описывает последовательность действий, которые необходимо предпринять менеджменту для повышения стоимости и снабжает его необходимыми для расчета и анализа показателями, алгоритмами и моделями.